工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场周报

全球数据疲软

国际金价迎来小幅反弹

市场研究报告

■ **本周视点：**

上周国际金价小幅走强，尽管周初国际金价一度跌近至1280的支撑点位。美中欧三大经济体数据的疲软，欧洲央行超预期货币政策言论，引发市场对于全球经济增长的担忧情的，同时令避险偏好再次回归。黄金受到宏观环境及技术点位的双重支撑也再次走强。周中国际金价曾一度尝试收复1300一线，但最终报收于1298.18美元/盎司，整个交易周内国际金价上涨了4.71美元，涨幅为0.36%。

在CFTC持仓方面，上周COMEX黄金期货的总持仓小幅回落至471,311张，其中非商业多头头寸下跌，而非商业空头头寸走高，这使得上周COMEX黄金期货的净多头头寸跌至8.8万张。

从后市来看，国际金价的表现将会比较复杂，一方面在相对较低的加息预期的环境影响下，资金面将会有利于黄金的表现。另一方面，由于全球主要经济数据表现疲弱，美联储仍然坚持“耐心”的货币政策，从配置的角度来讲，市场仍然面临着选择黄金还是美元的困难。值得注意的是，尽管中国短期的经济数据并未令市场感到满意，但大量的政策出台，包括部分先行经济指标展现出了一定的复苏的苗头，这将有利于重新推升市场的风险偏好，并有利于推升美国的经济。这也会反馈到美联储的货币政策上。因此中期的判断，仍然需要更多的经济数据来证伪。

从技术走势来看，黄金在连续两周下滑后，开始展现出一定的上涨动力。即便如此，1310和1320仍然会成为压制黄金反弹的重要价格水平。

中国工商银行贵金属业务部

交易业务部

徐铨翰、孙嘉锐

电话：021-63307090

Email：quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期：2019年03月11日

相关研究报告：

03月04日

市场加息预期修复 国际金价承压下行

02月25日

受美联储言论影响 国际金价冲高回落

02月18日

全球数据喜忧参半 国际金价再次走高

上周国际金价小幅走强，尽管周初国际金价一度跌近至1280的支撑点位。美中欧三大经济体数据的疲软，欧洲央行超预期货币政策言论，引发市场对于全球经济增长的担忧情的，同时令避险偏好再次回归。黄金受到宏观环境及技术点位的双重支撑也再次走强。周中国际金价曾一度尝试收复1300一线，但最终报收于1298.18美元/盎司，整个交易周内国际金价上涨了4.71美元，涨幅为0.36%。

一、 全球数据疲软 国际金价迎来小幅反弹

在经济数据方面，上周公布的中国财新综合PMI继续走弱，2月份该数值录得50.7，再次接近50的枯荣线。此外，中国2月份进出口贸易数据双双大幅走弱，也令市场对于全球经济放缓的恐慌再次加剧。上周五晚公布的美国新增非农人数仅为2万人，大幅弱于市场预期，不过失业率从4%小幅下落至3.8%。

在油价方面，供应端的沙特和俄罗斯等国与美国对于原油看法大相径庭。尽管此前美国总统特朗普多次喊话要求OEPC增产维持价格。从实际的供给报告来看，OPEC和俄罗斯等国仍然在减产，而美国的埃克森美孚和雪佛龙等原油巨头仍然有增加供给的冲动。另外一方面，上周欧洲央行的鸽派言论，中国贸易数据的走弱，以及美国大幅弱于预期的非农数据，令市场对于原油的需求预期开始显现出担忧，这使得原油的价格处在一个十分微妙的区域。

在各大央行言论方面，在上周的国会证词中，美联储主席鲍威尔表示重申对于货币政策将会保持耐心，并同时准备好调整缩表政策，这与此前美联储在1月份的FOMC会议纪要的内容保持一致。另外，鲍威尔还表示，近期美国的经济数据不佳但美国经济前景整体却仍然向好，与此同时海外市场的负面影响也在对美国的经济产生影响。上周三的晚间，澳洲央行主席Lowe在一次演讲中，表示其对信贷过度收紧的忧虑。尽管他表示“升息和降息的可能性更加趋于均衡”，但较此前的言论更加偏鸽，导致澳元大幅走低。周中令市场较为意外的是欧洲央行行长德拉吉在周四晚间的欧洲央行议息会议上的讲话，他表示欧洲央行将会在9月推出第三轮长期再融资操作，同时下调了通胀和经济增长预期。这也是在去年年底刚刚结束了QE之后，欧洲央行有再次重启刺激政策的倾向。此前欧洲央行也曾向市场吹风，提及会考虑再次展开再融资操作，但显然市场并没有做好准备。消息公布后，欧元大幅下挫至一年半以来的低点。

在CFTC持仓方面，上周COMEX黄金期货的总持仓小幅回落至471,311张，其中非商业多头头寸下跌，而非商业空头头寸走高，这使得上周COMEX黄金期货的净多头头寸跌至8.8万张。

二、全球市场纵览及后市展望

由于欧洲央行的宽松预期，中国疲软的进出口数据，以及美国糟糕的非农就业数据，导致市场的风险偏好降低，多个重要经济体的股市也均出现了下滑。市场无疑开始重新对美国的经济及货币政策展开押注。虽然，此前美国 2018 四季度 GDP 打消了市场对于美国经济衰退的担忧，市场对于美联储的货币政策预期开始修正，导致了美元走高黄金走弱。从美国的角度来看，此轮历史上最长经济扩张期已经进入了尾声，因此任何的风吹草动，都可能会引发市场的恐慌。从近期全球的经济数据来看，随着美国失业率的走高，产出缺口重新拉开，加上外部经济环境不确定性的增加，也成为了美联储对于货币政策表示耐心的重要理论支撑。

就美联储的态度来看，上周讲话的几位美联储官员对美国的货币政策有鸽有鹰，但总体保持美联储中性的态度。其中，威廉姆斯在纽约经济俱乐部讲话时指出，美国经济增长放缓并不应引起恐慌，这种情况将会成为新常态，同时低增长和低中性利率反映了未来对于美联储的挑战。另外，过去表现得较为鹰派的波士顿联储主席罗森格让则认为由于存在增长风险，因此暂停货币政策的紧缩进程变得合理，这也与他此前的言论大相径庭。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，美联储正在关注英国退欧和欧元区经济对美国经济的影响，贸易不确定性也可能对美国经济产生巨大影响。他预计未来美国经济增速仍将保持温和，但目前尚没有看到衰退迹象。里士满联储主席巴晋，则认为薪资增速显示劳动力市场依旧存在闲置问题，即美国劳动力市场存在进步空间。最后美联储主席鲍威尔在周末的一档新闻节目中明确表示当前的货币政策合理，美联储仍在观察海外的情况以及对美国经济的影响，美联储对于货币政策的态度仍将维持“耐心”。总体来看，美联储对于货币政策的引导态度依旧保持中性。

从市场的角度来看，短期避险资金推动美元走高，输入性通缩使得市场对于通胀的预期开始减弱，加上全球市场的总需求可能会持续走低，投资者重新回到了看空美联储货币政策的节奏中。实际利率预期的走低意味着黄金又再次进入了投资者的视野。

从我们观察的角度来看，尽管近期的美国劳动力市场数据也已经开始出现了一定的疲态，市场的反映仍不充分，但如果黄金能在数周内重新走上 1300 的高点，我们认为市场将全力押出美联储转向宽松的货币政策，例如超预期的提前停止缩表或是全面打消市场对于“耐心”的货币政策的预期，甚至是对于降息政策的预期。

从后市来看，国际金价的表现将会比较复杂，一方面在相对较低的加息预期的环境影响下，资金面将会有利于黄金的表现。另一方面，由于全球主要经济数据表现疲弱，美联储仍然坚持“耐心”的货币政策，从配置的角度来讲，市场仍然面临着选择黄金还是美元的困难。

值得注意的是，尽管中国短期的经济数据并未令市场感到满意，但大量的政策出台，包括部分先行经济指标展现出了一定的复苏的苗头，这将有利于重新推升市场的风险偏好，并有利于推升美国的经济。这也会反馈到美联储的货币政策上。因此中期的判断，仍然需要更多的经济数据来证伪。

从技术走势来看，黄金在连续两周下滑后，开始展现出一定的上涨动力。即便如此，1310和1320仍然会成为压制黄金反弹的重要价格水平。

图 1： 不同期限美元 LIBOR

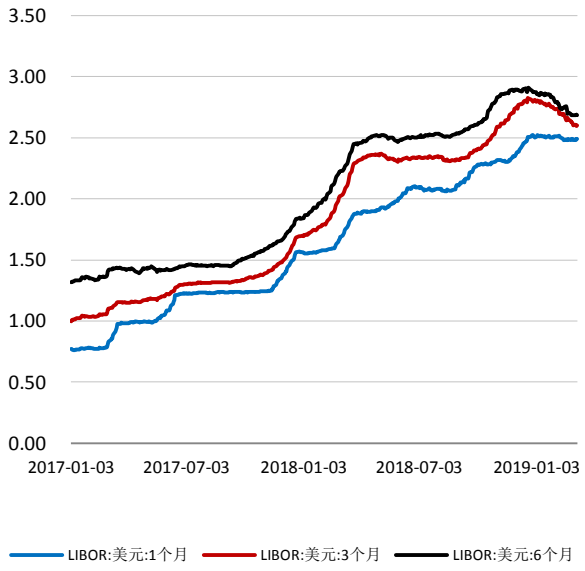
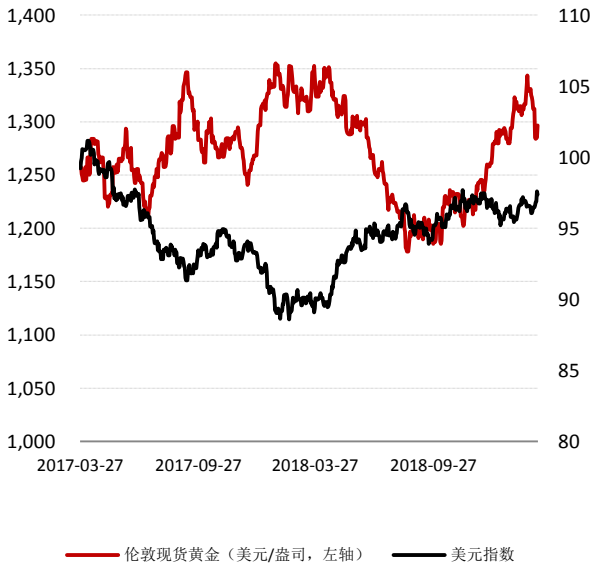


图 2：黄金与美元指数



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 3：黄金与美十年期国债收益率

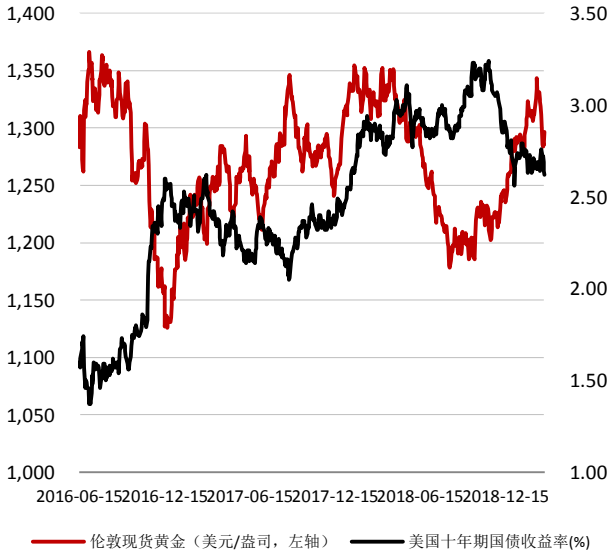
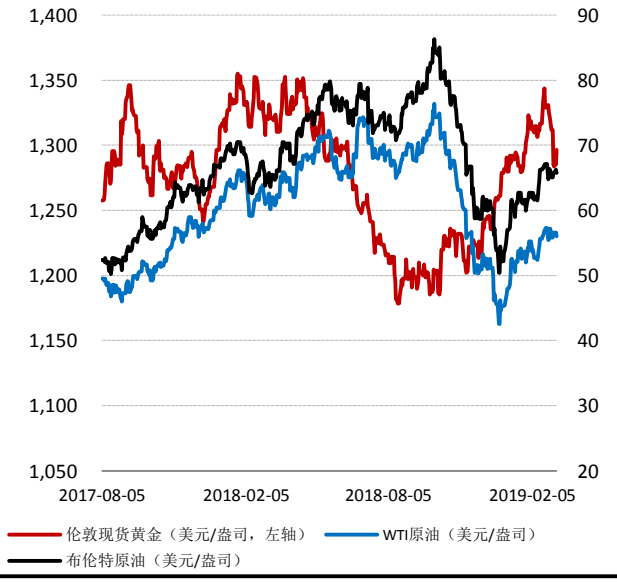


图 4：黄金与原油价格



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 5： COMEX 黄金期货持仓状况

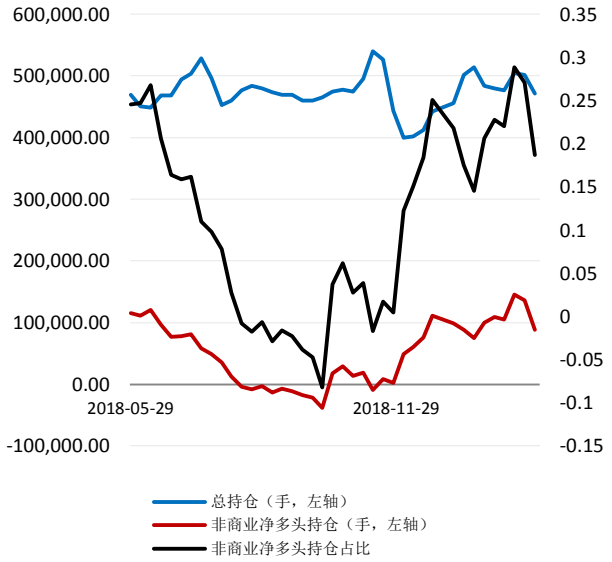
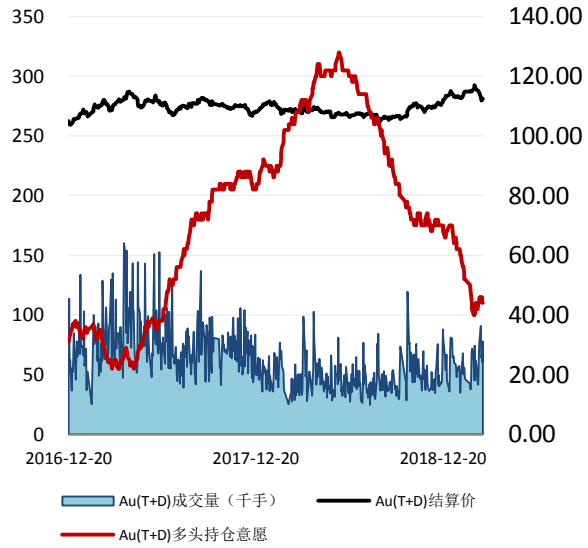


图 6： 上海黄金交易所 Au(T+D)持仓意愿



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

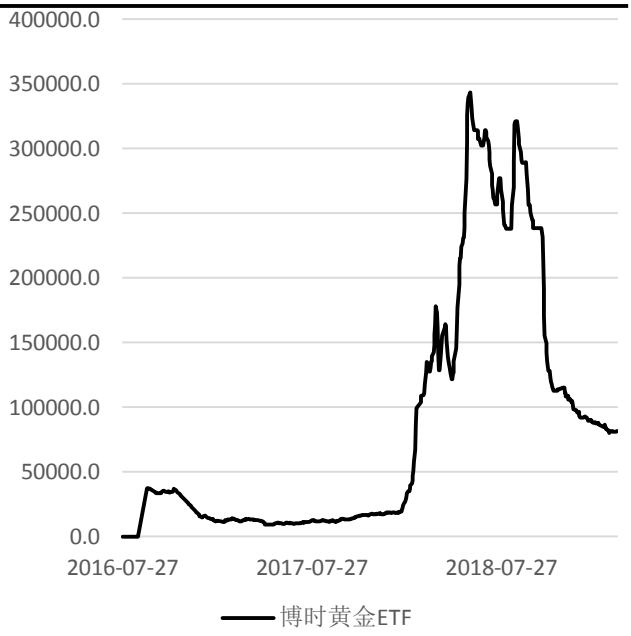
图 7： SPDR 黄金持仓与国际金价

图 8：SLV 白银持仓与国际银价

数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 9：CBR 现货指数与 LME 铜

图 10：博时黄金 ETF 持仓



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 11：美国黄金股票

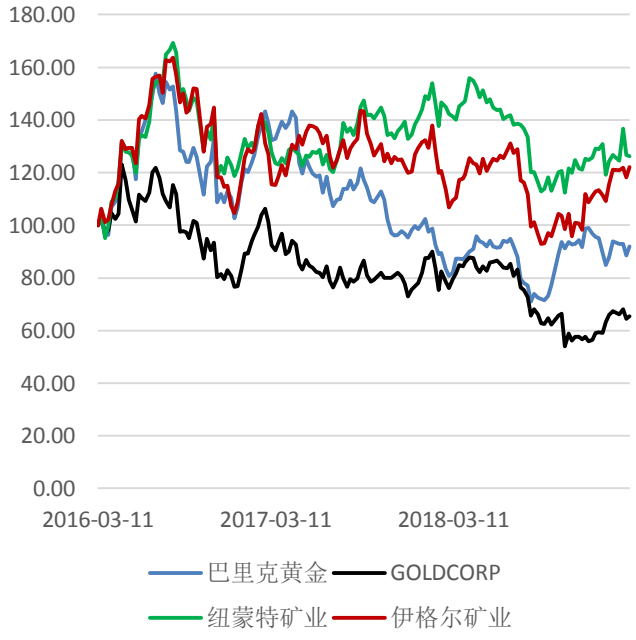
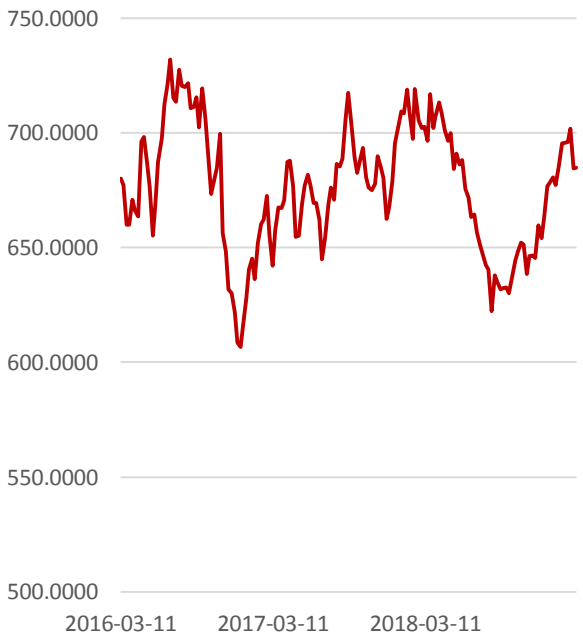


图 12：美国黄金股票指数



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

图 13：中国黄金股票

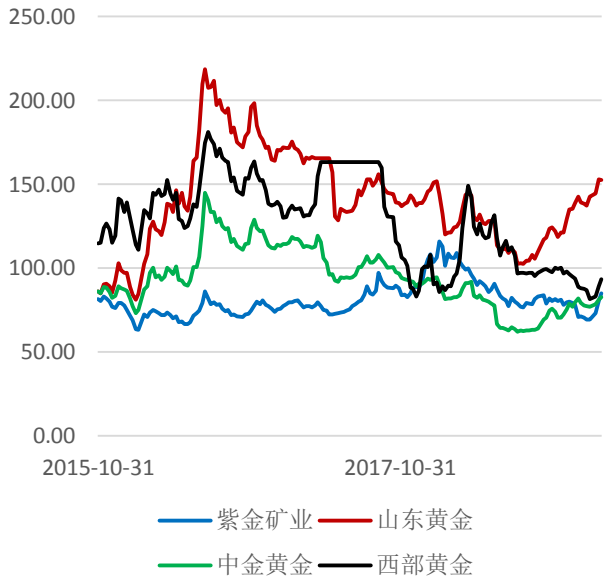
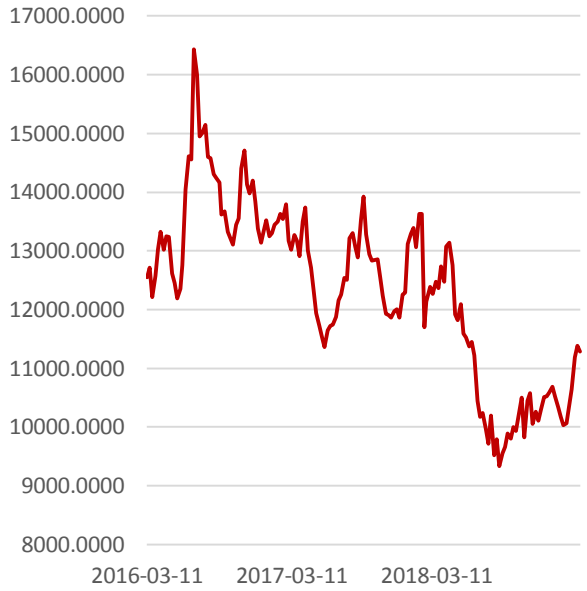


图 14：中国黄金股票指数



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

表 1：本周重点经济数据公布时点

日期	重要资讯	市场预期值	数据影响
3 月 11 日	美国 1 月零售销售环比	0.1%	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 12 日	美国 2 月核心 CPI 同比	2.2%	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 2 月 CPI 同比	1.6%	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 13 日	美国 1 月耐用品订单环比初值	-0.8%	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 2 月核心 PPI 同比	2%（前值）	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 14 日	德国 2 月 CPI 同比终值	1.6%（前值）	公布值＞预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国 1 月新屋销售(万户)	62.1	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
3 月 15 日	欧元区 2 月调和 CPI 同比终值	1.4%	公布值＞预期值：利多欧元，利多国际金价
	美国 3 月密歇根大学消费者信心指数初值	95	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价
	美国 1 月 JOLTS 职位空缺(万人)	733.5（前值）	公布值＞预期值：利多美元，利空国际金价

数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

三、近一周美联储以及欧洲央行官员的言论分析

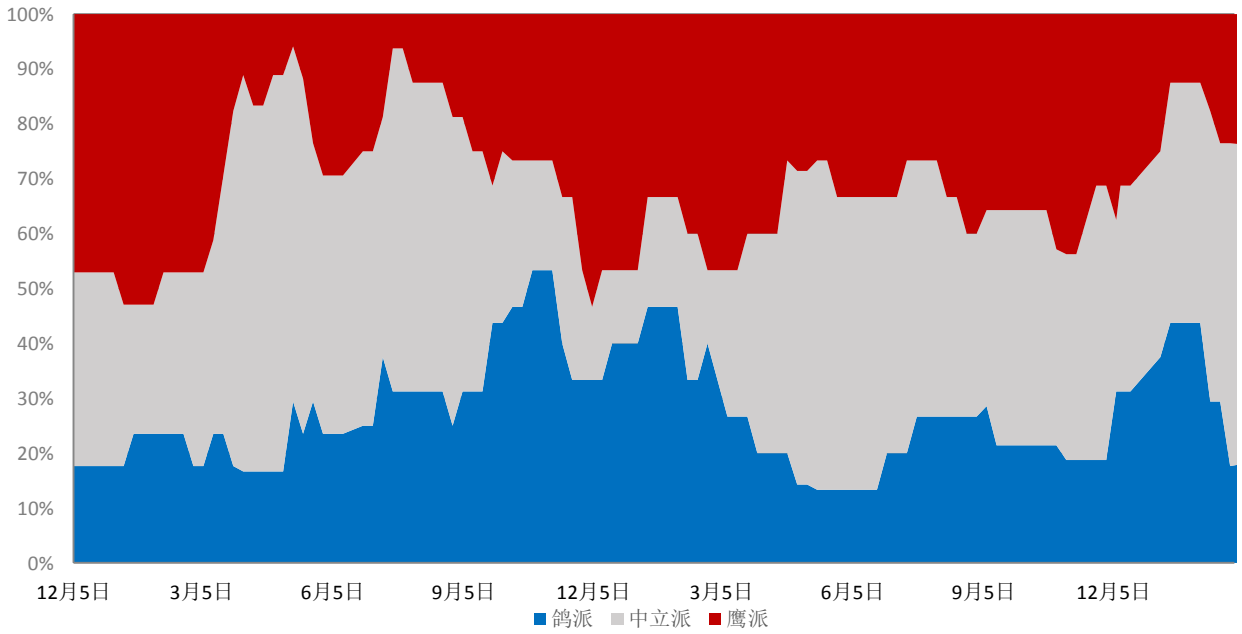
表 2：美联储官员讲话

数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

联储委员	是否票委	表态	最新言论
克兰科夫 梅斯特	否	偏鹰	
亚特兰大 博斯蒂克	是	偏鹰	
费城 哈克	2020	偏鹰	
纽约 威廉姆斯	是	中立	美国 GPD 增速放缓至 2%左右，当前利率保持中性，美联储将耐心等待经济数据。如果再发生经济下行，美联储具备应对的政策工具。
波士顿 罗森格伦	是	中立	预计 2019 年美国经济增长状况良好，通胀将接近目标水平；美联储是否加息取决于经济发展状况，在风险上升之际，美联储将会保持耐心。
旧金山 戴利	是	中立	
美联储主席 鲍威尔	是	中立	
美联储理事 布雷纳德	是	中立	美国经济增速明显放缓，通胀或低于美联储预期目标。美联储将会密切关注劳动力市场指标，不希望降息和缩表同时进行。
美联储理事 夸尔斯	是	中立	
美联储理事 鲍曼	是	中立	
美联储副主席 克拉利达	否	中立	
里士满 巴尔金	是	中立	美国当前通胀保持稳定，薪资已经开始增长，不过劳动力因素对于薪资增长的推动力相对变小。
达拉斯 卡普兰	2020	中立	美国企业债务水平高企可能导致经济进一步放缓，这也是美联储在利率方面保持耐心的原因之一。
圣路易斯 布拉德	是	中立	

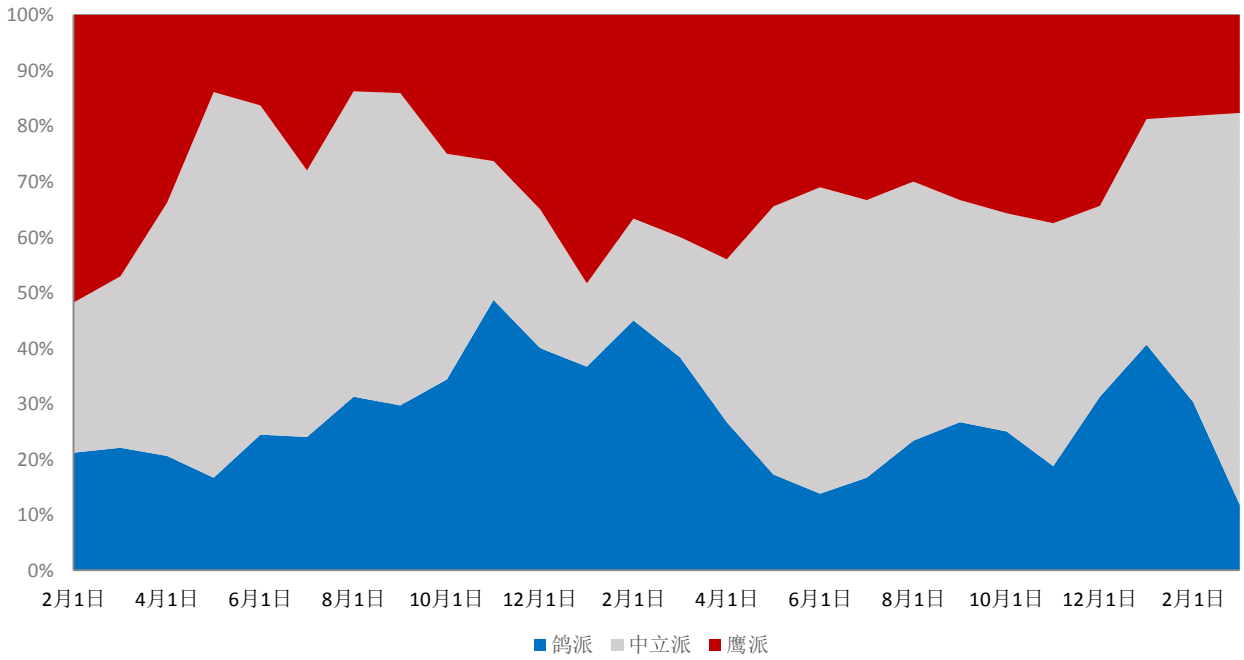
明尼阿波利斯 卡什卡利	2020	中立	预计美国经济继续稳定增长，劳动力市场仍有进一步收紧空间，薪资有增长的迹象。
芝加哥 埃文斯	是	偏鸽	
堪萨斯城 乔治	是	偏鸽	

图 15：近期美联储官员的言论基调（每周/连续）



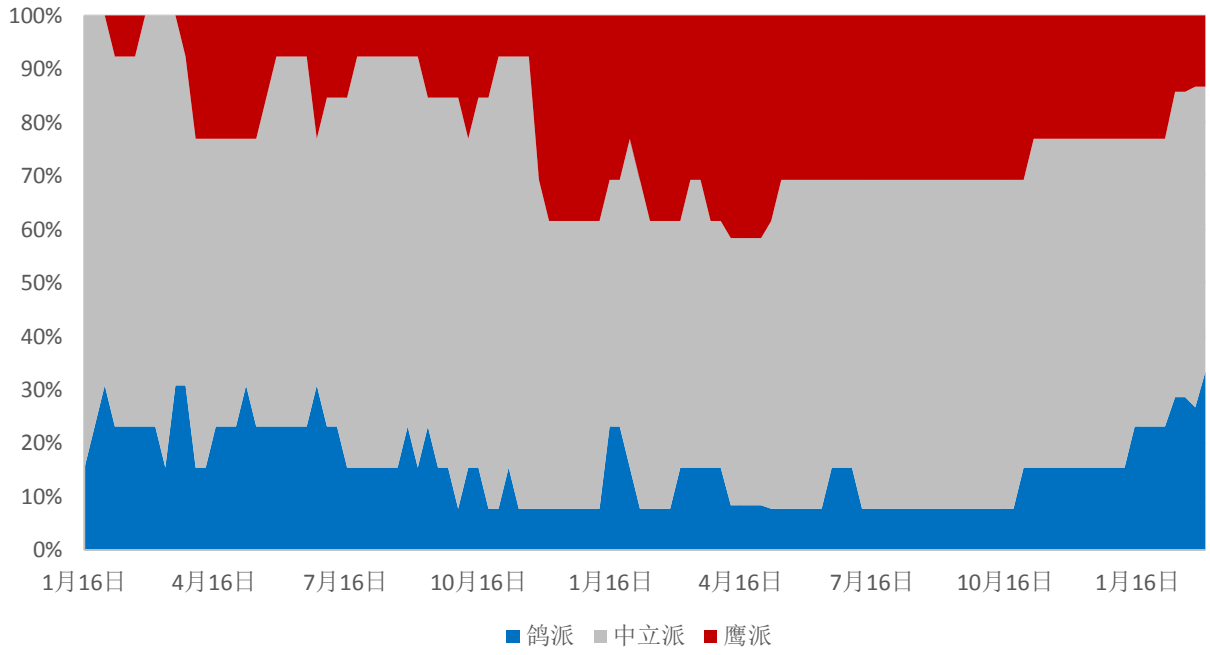
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 16：近期美联储官员的言论基调（月均/连续）



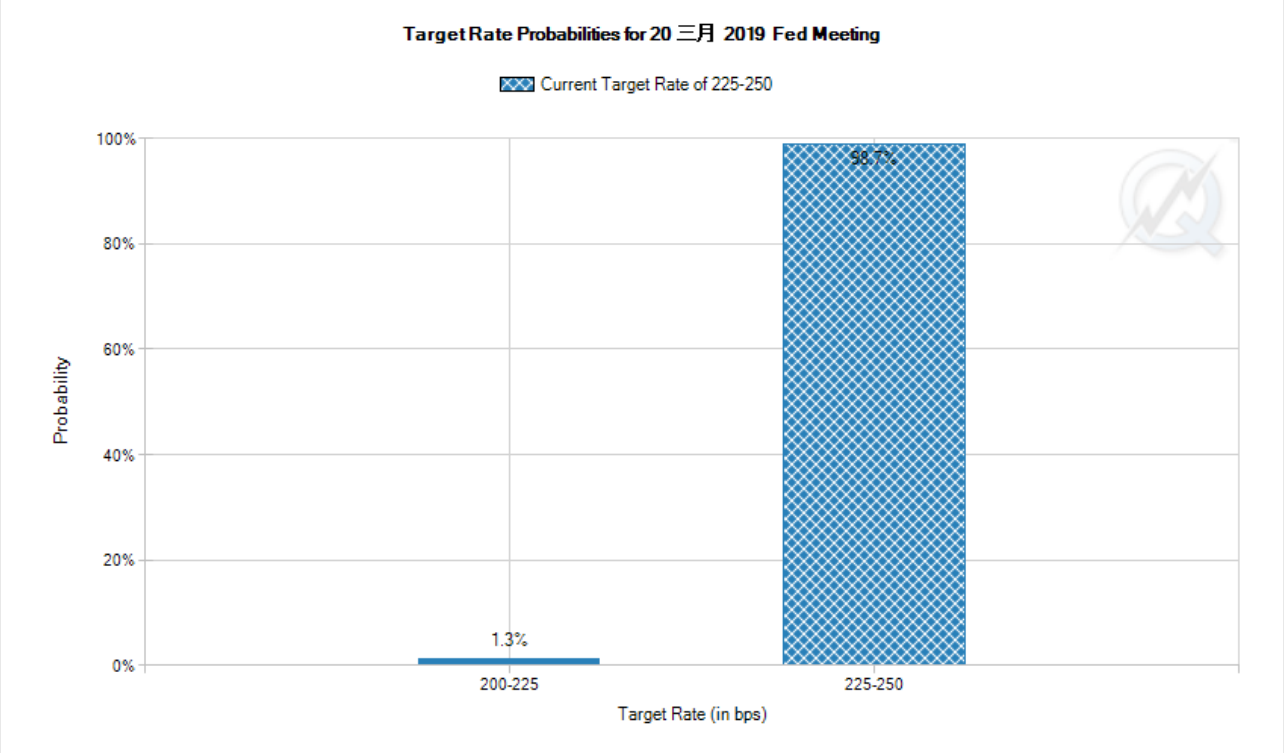
数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 17：近期欧洲央行官员的言论基调（每周/连续）



数据来源：中国工商银行贵金属业务部策略分析团队

图 18：芝商所联邦利率期货隐含的联邦公开市场委员会（FOMC）12 月份加息与否概率



数据来源：芝加哥商业交易所集团，CME Group

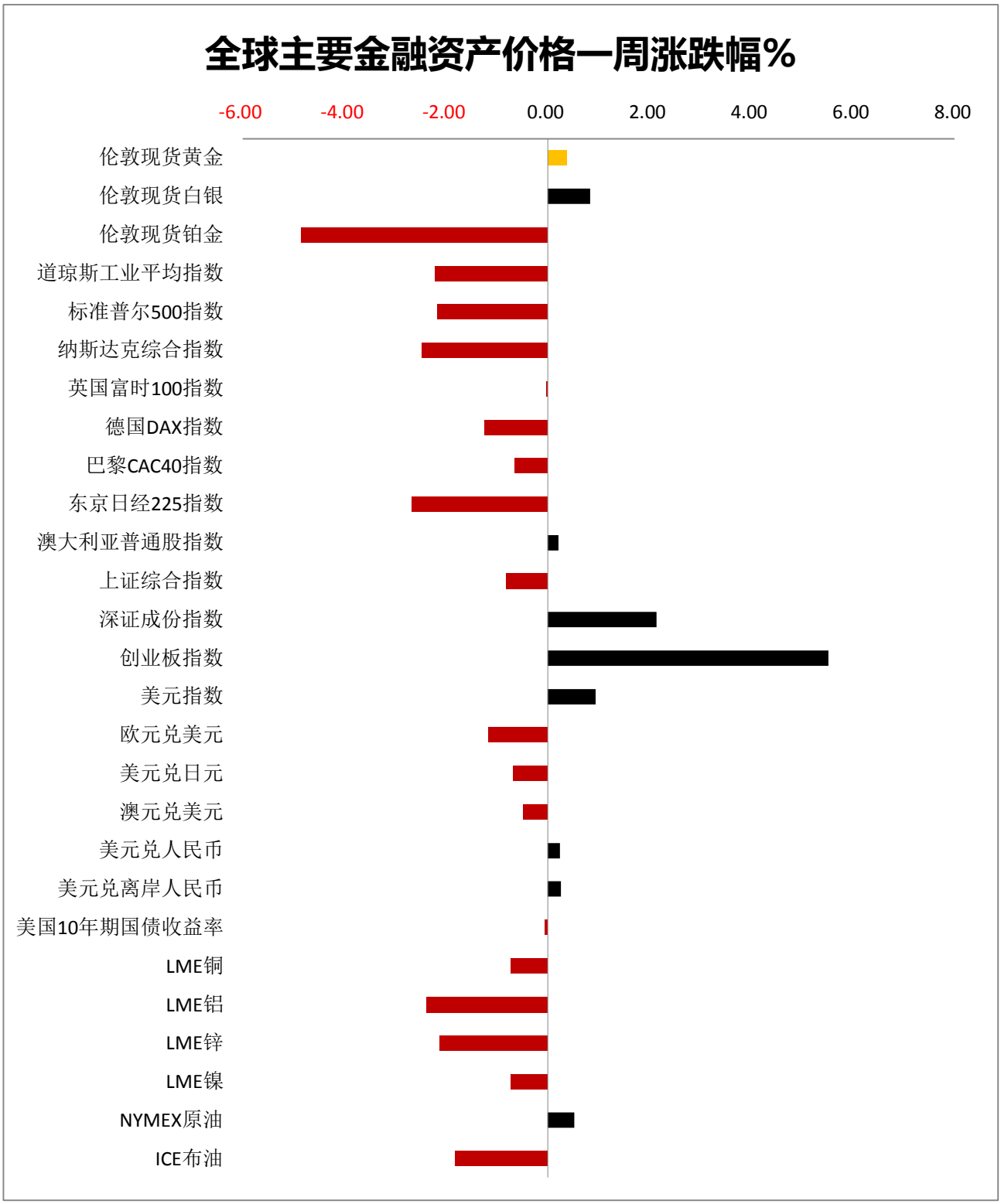
表 3：上周全球主要金融资产表现

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅%
伦敦现货黄金	1293.09	1300.80	1280.50	1298.30	0.37
伦敦现货白银	15.18	15.37	14.95	15.33	0.84
伦敦现货铂	859.50	863.41	809.00	815.97	-4.84
道琼斯工业平均指数	26122.19	26155.98	25252.46	25450.24	-2.21
标准普尔 500 指数	2814.37	2816.88	2722.27	2743.07	-2.16
纳斯达克综合指数	7636.62	7643.66	7332.92	7408.14	-2.46
英国富时 100 指数	7106.73	7211.83	7077.93	7104.31	-0.03
德国 DAX 指数	11646.21	11652.77	11405.21	11457.84	-1.24
巴黎 CAC40 指数	5291.13	5314.97	5221.03	5231.22	-0.65

东京日经 225 指数	21812.81	21860.39	20993.07	21025.56	-2.67
澳大利亚普通股指数	6273.80	6350.80	6258.40	6287.08	0.21
上证综合指数	3015.94	3129.94	2969.58	2969.86	-0.81
深证成份指数	9280.65	9782.22	9260.73	9363.72	2.14
创业板指数	1596.55	1719.15	1593.26	1654.49	5.52
美元指数	96.31	97.65	96.30	97.37	0.94
欧元兑美元	1.14	1.14	1.12	1.12	-1.16
美元兑日元	111.86	112.13	110.79	111.17	-0.67
澳元兑美元	0.71	0.71	0.70	0.70	-0.48
美元兑人民币	6.71	6.73	6.68	6.72	0.24
美元兑离岸人民币	6.71	6.74	6.69	6.73	0.26
美国 10 年期国债收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.0521
LME 铜	6466.00	6498.50	6351.00	6395.50	-0.72
LME 铝	1912.00	1919.00	1857.00	1865.00	-2.38
LME 锌	2782.50	2804.00	2684.00	2718.50	-2.12
LME 镍	13215.00	13765.00	13060.00	13080.00	-0.72
NYMEX 原油	55.83	57.19	54.52	56.04	0.52
ICE 布油	64.97	67.00	64.02	65.81	-1.82

数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

表 4：上周全球主要金融资产表现



数据来源：Wind 资讯，工商银行贵金属业务部

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。